



2019年10月16日

科创板询价报告之杰普特

电子设备

建议询价区间：[43.04, 51.65]元/股

主要财务指标（单位：百万元）

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	666	689	741	820
(+/-)	5.2%	3.3%	7.7%	10.6%
营业利润	105	111	124	136
(+/-)	10.4%	6.3%	11.9%	9.7%
归属母公司净利润	93	102	114	125
(+/-)	6.5%	9.1%	11.7%	9.6%
EPS (元)	1.35	1.10	1.23	1.35

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

● 公司专业从事激光器及相关智能设备的研发和生产。公司成立于2006年，主要从事激光器及主要用于集成电路和半导体光电相关器件精密检测及微加工智能装备的研发和生产，是中国首家商用“脉宽可调高功率脉冲光纤激光器”生产制造商和光电精密检测及激光加工智能装备提供商。（注：公司详细内容请参见我们于2019年9月11日发布的报告《科创板电子设备系列之杰普特》）。

● 公司主要财务指标及盈利预测。公司2018年实现营业收入6.66亿元，同比增长5.2%；实现归母净利润0.93亿元，同比增长6.5%。2018年公司毛利率为34.2%，净利率为14%，ROE为15.8%，资产负债率为29%，总体经营状况良好。2019H1实现营业收入3.02亿元；实现归母净利润0.39亿元。2019H1销售销售毛利率为36.53%，较去年同期上升，净利率则下滑至12.99%；ROE为6.23%，资产负债率为22.54%。我们预测公司2019-2021年实现营业收入分别为6.89、7.41和8.20亿元；实现归母净利润分别为1.02、1.14和1.25亿元。

● 公司估值及询价分析。本篇报告重点讨论采用不同的方法体系对公司进行估值分析，并给出相应的合理询价区间。我们采用历史估值法、PE相对估值法和DCF绝对估值法，分别对公司估值进行了分析测算，并根据公司及行业具体情况，对三种估值方法给予不同的权重进行估值。综合分析来看，我们采用历史估值法预测公司的IPO发行后估值约为54.92亿元，PE法预测公司估值为41.77亿元，采用DCF法预测公司估值为25.29亿元。在对三种估值方法分别赋予权重后，最终得出公司IPO摊薄后合理估值约为43.74亿元。我们假设公司本次发行新股数量为2309万股，公司发行后总股本为9237万股，根据公司预测市值，得出公司对应股价为47.35元/股，建议询价区间应为[43.04, 51.65]元/股。（注：本报告仅供参考，不作为具体投资建议）

● 风险提示：行业政策风险；产品质量风险；市场竞争；主要客户流失风险等。

分析师：杨靖磊

执业证书编号：S1050518080001

电话：021-54967583

邮箱：yangjl@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路750号

邮编：200030

电话：(86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>



目录

一、历史估值参考法分析.....	3
二、相对估值 PE 法分析.....	3
三、绝对估值 DCF 法分析.....	5
四、估值及询价分析.....	5

图表目录

图表 1：公司近年融资历程.....	3
图表 2：公司历史估值溢价分析.....	3
图表 3：可比公司估值水平.....	4
图表 4：PE 估值分析.....	5
图表 5：DCF 估值参数.....	5
图表 6：公司估值测算.....	6
图表 7：公司询价区间分析.....	6
图表 8：公司盈利预测.....	7

一、历史估值参考法分析

从公司历年融资及股权转让情况来看，2018年10月，公司进行最后一轮增资后投后估值达到32.28亿元。公司2018年实现归母净利润9336.1万元，对应当时PE估值在35倍左右。考虑到公司近两年的成长性，以及二级市场相对于一级市场的部分估值溢价，我们在公司前期32.28亿元的估值基础上，给予相对中性的40%的溢价率，则公司IPO前估值约为45.20亿元。叠加本次IPO发行募集资金后，公司对应的IPO摊薄后合理估值约为54.92亿元。

图表 1：公司近年融资历程

时间	公司历次增资明细	投后估值（亿元）
2017年5月	意公司股份总数由 6,000.00 万股增加至 6,533.8983 万股，增资价格为 19.67 元/股，其中深创投认购 254.2373 万股、西藏翰信认购 101.6949 万股、赣州和泰认购 76.2712 万股、紫金港创新认购 50.8475 万股、宁波澹朴认购 25.4237 万股、清源时代认购 25.4237 万股，出资方式均为货币出资。	12.85
2018年9月	公司股份总数由 6,533.8983 万股增加至 6,822.0432 万股，增资价格为 45.91 元/股，其中人才一号认购 108.8983 万股，松禾成长认购 101.9288 万股，深创投认购 21.7797 万股，北京澹朴认购 21.7797 万股，瑞莱乐融认购 11.9788 万股，苏州新麟认购 10.8898 万股，杭州紫洲认购 5.6627 万股，紫金港三号认购 5.2271 万股，出资方式均为货币出资。	31.32
2018年10月	公司股份总数由 6,822.0432 万股增加至 6,927.6432 万股，由中电中金以 46.60 元/股的价格认购 105.60 万股，出资方式为货币出资。	32.28

资料来源：公司招股说明书、华鑫证券研发部

图表 2：公司历史估值溢价分析

溢价率	悲观预期			中性预期			乐观预期		
	5%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%
估值（亿元）	33.90	35.51	38.74	41.97	45.20	48.42	51.65	54.88	58.11
IPO发行后估值（亿元）	43.62	45.24	48.47	51.70	54.92	58.15	61.38	54.88	67.84

资料来源：华鑫证券研发部

二、相对估值 PE 法分析

在公司的可比公司中，A股上市公司锐科激光（300747）在业务上与公司存在相似之处。锐科激光是国内从事高功率光纤激光器及核心器件研发和规模化生产的企业，拥有脉冲光纤激光器和连续光纤激光器等产品系列。锐科激光在国内光纤激光器市场

占有率第一，光纤激光器产品国内领先，2017 和 2018 年连续光纤激光器产品收入占比均达到 75%以上。因此，锐科激光可作为直接可比公司。在激光装备行业可比公司中，大族激光（002008）是行业内的领军企业，也可作为公司的可比公司。此外，A 股上市公司华工科技（000988）、精测电子（300567）、长川科技（300604）与公司业务同样存在相似之处，可作为相对估值的参考。2019 年相关可比公司的市场一致预期 PE 分别为 44X 左右，剔除估值显著偏离行业均值的长川科技后，2019 年相关可比公司估值平均值在 35X 左右。

图表 3：可比公司估值水平

代码	公司简称	上市地	股价 (元/股)	总市值 (RMB 亿元)	EPS			PE		
					TTM	2019E	2020E	TTM	2019E	2020E
300747	锐科激光	中国	94.51	181	2.05	2.36	3.28	46.2	40.0	28.8
002008	大族激光	中国	37.54	401	1.01	1.17	1.76	37.11	32.1	21.3
000988	华工科技	中国	20.16	203	0.43	0.50	0.56	46.69	40.0	36.1
300567	精测电子	中国	44.86	110	1.34	1.57	2.14	33.46	28.6	21.0
300604	长川科技	中国	20.16	63	0.04	0.25	0.41	505.26	81.0	48.8
平均值								133.7	44.3	31.2
剔除长川科技后平均值								40.9	35.2	26.8

资料来源：Wind、华鑫证券研发部（注：数据日期为 2019 年 10 月 15 日）

针对杰普特在未来三年的发展情况，我们做出以下假设条件：

- （1）公司在激光器产品领域可保持较高速增长，在激光/光学智能装备领域保持稳定增长。
- （2）公司产品价格体系相对稳定，产品降价幅度有限，毛利率保持基本稳定；
- （3）公司客户保持稳定，订单施工及交付平稳进行。
- （4）公司期间费用控制良好，研发费用投入维持较高水平。
- （5）公司本次发行新股数量为 2309 万股，公司发行后总股本为 9237 万股。

基于以上假设，我们预测公司 2019–2021 年实现归属母公司所有者净利润分别为 1.02 亿元、1.14 亿元和 1.25 亿元。

我们认为，与直接可比公司锐科激光相比，杰普特的脉冲光纤激光器为 MOPA 结构，两家公司产品存在一定差异，相比于竞争对手，杰普特生产的激光器产品毛利率相对较高。因此我们按照公司 2019 年预测的归母净利润 1.02 亿元，同时考虑科创板上市

初期可能存在的估值溢价因素，假设按照市场中性预期 41 倍 PE 进行测算，得出公司对应的 IPO 摊薄后估值约为 41.77 亿元。

图表 4：PE 估值分析

	悲观预期			中性预期			乐观预期		
PE (倍)	20	25	30	35	41	45	50	55	60
市值 (亿元)	20.38	25.47	30.56	35.66	41.77	45.85	50.94	56.04	61.13

资料来源：华鑫证券研发部

三. 绝对估值 DCF 法分析

鉴于公司目前业务已初具规模，具有较为稳定的盈利水平，我们采用现金流折现法（DCF）测算公司的合理估值。我们对公司的产品线和研发投入等领域进行了梳理，对公司的市场空间和未来收入及利润进行了测算，预测了公司未来 10 年及更长一段时间的现金流情况。在 DCF 模型中，核心假设条件如下：假设公司 Beta 系数为 1.10，无风险利率为 3.20%，股票风险溢价为 6.00%，WACC 值为 8.75%，永续增长率为 3%。最后，我们采用 DCF 法预测公司估值约为 25.29 亿元。

图表 5：DCF 估值参数

DCF 假设	数值
无风险利率	3.20%
Beta (考虑杠杆)	1.12
股票风险溢价	6.00%
WACC	8.75%
股权比例	97.88%
永续增长率	3.00%
市值 (亿元)	25.29

资料来源：华鑫证券研发部

四、估值及询价分析

综合分析来看，我们采用历史估值法预测公司估值约为 54.92 亿元，PE 法预测公司估值为 41.77 亿元，采用 DCF 法预测公司估值为 25.29 亿元。结合公司具体发展及行业前景，我们分别对三种估值方法给予不同的权重，由于公司最近一次增资时间距离本次发行时间较近，同时公司于行业内可比公司业务存在较多相似之处，因此对历

史法和 PE 估值法分别给予相对较高的 40%权重，对 DCF 估值法给予 20%权重，最终得出公司 IPO 摊薄后合理估值约为 43.74 亿元。

图表 6：公司估值测算

	市值（亿元）	权重
历史估值法	54.92	40%
PE 估值法	41.77	40%
DCF 估值法	25.29	20%
最终估值	43.74	

资料来源：华鑫证券研发部

我们假设公司本次发行新股数量为 2309 万股，公司发行后总股本为 9237 万股；根据公司预测市值，得出公司对应股价为 47.35 元/股，建议询价区间为 [43.04, 51.65] 元/股。（注：本报告仅供参考，不作为具体投资建议）

图表 7：公司询价区间分析

市值（亿元）	43.74	
发行后总股本（万股）	9236.86	
每股股价（元/股）	47.35	
询价区间（元/股）	43.04	51.65

资料来源：华鑫证券研发部

四、风险提示

风险主要包括：行业政策风险；产品质量风险；市场竞争；主要客户流失风险等。



图表 8：公司盈利预测

资产负债表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产：					营业收入	666	689	741	820
货币资金	303	1,010	1,000	988	营业成本	438	460	496	550
应收款	158	163	165	182	营业税金及附加	1	1	1	1
存货	261	268	289	321	销售费用	38	38	40	43
其他流动资产	10	11	11	11	管理费用	31	32	34	38
流动资产合计	733	1,441	1,454	1,491	财务费用	-6	1	-1	-1
非流动资产：					费用合计	63	71	73	80
可供出售金融资产	0	0	0	0	资产减值损失	23	9	9	9
固定资产+在建工程	61	129	218	288	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产+商誉	13	10	8	7	投资收益	1	1	1	1
其他非流动资产	25	26	28	29	营业利润	105	111	124	136
非流动资产合计	99	166	254	324	加：营业外收入	3	3	3	3
资产总计	832	1,607	1,707	1,816	减：营业外支出	1	0	0	0
流动负债：					利润总额	107	113	126	139
短期借款	85	50	55	55	所得税费用	14	11	13	14
应付账款、票据	113	128	138	153	净利润	93	102	114	125
其他流动负债	32	35	36	38	少数股东损益	0	0	0	0
流动负债合计	230	213	229	246	归母净利润	93	102	114	125
非流动负债：									
长期借款	0	0	0	0	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
其他非流动负债	12	12	13	13	成长性				
非流动负债合计	12	12	13	13	营业收入增长率	5.2%	3.3%	7.7%	10.6%
负债合计	241	225	242	260	营业利润增长率	10.4%	6.3%	11.9%	9.7%
所有者权益					归母净利润增长率	6.5%	9.1%	11.7%	9.6%
股本	69	92	92	92	总资产增长率	45.3%	93.1%	6.2%	6.3%
资本公积金	364	1,069	1,069	1,069	盈利能力				
未分配利润	144	208	279	357	毛利率	34.2%	33.2%	33.2%	32.9%
少数股东权益	0	0	0	0	营业利润率	15.7%	16.1%	16.8%	16.6%
所有者权益合计	591	1,393	1,476	1,567	三项费用/营收	9.4%	10.3%	9.8%	9.7%
负债和所有者权益	832	1,618	1,718	1,826	EBIT/销售收入	14.7%	17.1%	17.5%	17.3%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	净利润率	14.0%	14.8%	15.4%	15.2%
净利润	93	102	114	125	ROE	15.8%	7.3%	7.7%	8.0%
折旧与摊销	8	16	24	32	营运能力				
财务费用	3	1	-1	-1	总资产周转率	80.1%	42.8%	43.4%	45.2%
存货的减少	-13	-7	-21	-32	资产结构				
营运资本变化	-58	11	8	-2	资产负债率	29.0%	14.0%	14.2%	14.3%
其他非现金部分	22	2	1	1	现金流质量				
经营活动现金净流量	60	125	124	122	经营净现金流/净利润	0.65	1.23	1.09	0.98
投资活动现金净流量	-38	-82	-111	-101	每股数据(元/股)				
筹资活动现金净流量	202	664	-24	-33	每股收益	1.35	1.10	1.23	1.35
现金流量净额	225	707	-10	-12	每股净资产	8.53	15.08	15.98	16.96

资料来源：Wind，华鑫证券研发部



分析师简介

杨靖磊：华鑫证券分析师，工学硕士，2016年4月加入华鑫证券研发部。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-)5%— (+)5%
4	减持	(-)15%— (-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。



免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>